

# CPI 转负无需担忧，关注明年 PPI 修复高点及对应时点

——2020 年 11 月 CPI 和 PPI 数据点评兼债市观点

## 要点

### 事件

2020年11月CPI同比下降0.5%，比10月下降1个百分点；核心CPI同比上涨0.5%，涨幅与10月持平；PPI同比下降1.5%，降幅比10月收窄0.6个百分点；PPI环比上涨0.5%，比10月上升0.5个百分点。

### 点评

**CPI 11年以来首次转负，核心CPI延续稳定态势。**11月CPI同比下降0.5%，2009年10月后再次转负，环比下降0.6%，降幅比10月扩大0.3个百分点，CPI同比、环比延续快速下降态势，但下降速度有所减缓。11月CPI同比降至负值区间是去年同期基数较高、翘尾因素减少以及猪肉价格由升转降等因素综合作用的结果。**来自需求端的推力可能并不差，因此无需过多担心CPI转负。**从数据表现来看，核心CPI并不差。CPI目前已经下一台阶，后续高基数背景下，CPI可能进一步下降并持续到明年1月，但目前来看下降的速度将变慢；核心CPI增速已经企稳，后续则有望随着消费的进一步恢复而抬升。

**PPI重新进入修复通道，关注后续修复的高点及对应时点。**11月PPI同比下降1.5%，降幅与10月相比收窄0.6个百分点，环比增长0.5个百分点，原油价格影响逐步消去，PPI重新进入到修复通道。后续，随着经济继续复苏，且全球需求整体上也有一定提升，工业产品需求持续改善将延续，PPI将继续处于向上的修复通道中。目前需要关注的问题是明年PPI能够修复的高度以及对应的时点。我们认为，明年PPI的高点可能在5-6%，高点对应的时间将是明年下半年，3季度的可能性较大。

### 债市观点

近期，在流动性相对宽裕、信用风险缓释背景下，10Y国债收益率稍有下降，但仍处于较高点位，而国债10Y与1年期利差平均水平降至40bp左右，处于较低水平。后续基本面要想恢复到疫情发生前仍需要一定时间，但经济结构向消费倾斜，而较高的宏观杠杆率也将制约后续经济复苏高度，从而相应制约收益率的高度。政策的传导通常是从曲线的短端向中长端传导，其表现为DR007利率先变动，CD利率以及两者利差滞后变动。目前DR007相对稳定，并且正在向1Y、10Y等中长期传导。存单利率也开始出现冲高回落迹象，后续小幅下行可期。三季度货币政策执行报告表述相对中性。随着基本面走出单边向上发展轨道且银行负债端的逐步稳定，长端利率亦会趋稳甚至出现阶段性机会。

### 风险提示

目前境外疫情再次恶化，给我国施加输入压力，也为全球经济复苏增加了不确定性；国内疫情零星出现，防控压力仍然较大；经济仍处在复苏进程中，需关注复苏的进度和高度；一些政策的实施效果也需要进一步观察。

### 作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001

010-58452066

zhang\_xu@ebsecn.com

分析师：邬亮

执业证书编号：S0930518040003

010-58452047

wuliang16@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001

010-58452070

weiwux@ebsecn.com

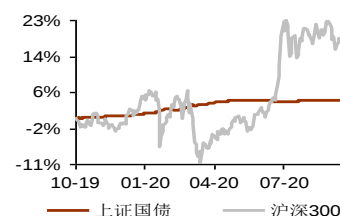
联系人：李枢川

执业证书编号：S0930119120016

010-58452065

lishuchuan@ebsecn.com

### 大盘走势图



### 相关研报

我国核心CPI分析方法与后续展望——通胀再研究系列之三（2020-09-21）

PPI 自上而下分析框架的构建与下半年展望——通胀再研究系列之二（2020-07-14）

## 1、事件

2020 年 12 月 09 日国家统计局公布数据显示，2020 年 11 月 CPI 同比下降 0.5%，比 10 月下降 1 个百分点；核心 CPI 同比上涨 0.5%，涨幅与 10 月持平；PPI 同比下降 1.5%，降幅比 10 月收窄 0.6 个百分点；PPI 环比上涨 0.5%，比 10 月上升 0.5 个百分点。

## 2、点评

### CPI 11 年以来首次转负，核心 CPI 延续稳定态势

2020 年 11 月 CPI 同比下降 0.5%，比 10 月下降 1 个百分点，2009 年 10 月后再次转负（09 年 10 月 CPI 同比下降 0.5%）；环比下降 0.6%，降幅比 10 月扩大 0.3 个百分点。从数据表现来看，11 月 CPI 同比、环比延续快速下降态势，但下降速度有所减缓，10 月 CPI 同比、环比分别比 9 月下降 1.2 个、0.5 百分点，11 月则分别下降 1、0.3 个百分点。

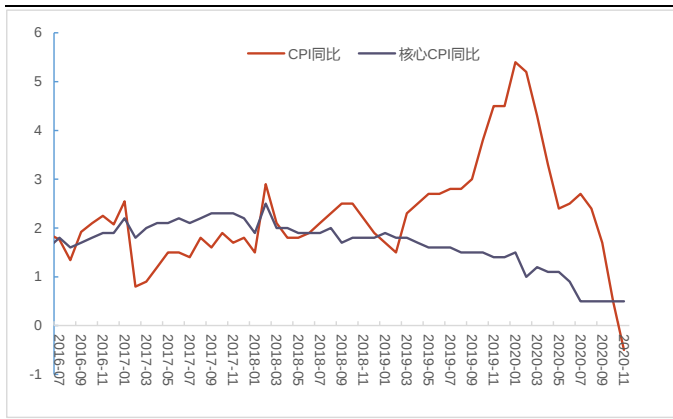
8 月开始，CPI 同比增速重新进入回落通道。此后 9 月 CPI 同比增速比 8 月回落 0.7 个百分点，10 月比 9 月则回落了 1.2 个百分点，这几个月 CPI 的走弱均与去年同期基数较高、翘尾因素减少以及猪肉价格由升转降等因素有关，11 月 CPI 同比降至负值区间，仍是上述因素综合作用的结果。11 月食品价格由上月上涨 2.2% 转为下降 2.0%，影响 CPI 下降约 0.44 个百分点；食品中，猪肉价格下降 12.5%，降幅比上月扩大 9.7 个百分点，影响 CPI 下降约 0.60 个百分点。从中可以看出，食品价格尤其是猪肉价格是带动 11 月 CPI 由涨转降的主要原因，CPI 下降主要是供给层面带来的。

而来自需求端的推力可能并不差，因此无需过多担心 CPI 转负。我们一直指出，目前 CPI 的指示意义变弱，对物价的跟踪要更多关注核心 CPI 和 PPI 的走势。核心 CPI 是观察需求端物价变化的指标。从数据表现来看，核心 CPI 并不差。11 月，核心 CPI 同比上涨 0.5%，连续 5 个月保持一致；。结构方面，医疗保健价格上涨 1.5%（与 10 月持平），教育文化和娱乐价格上涨 1.0%（较 10 月下降 0.1 个百分点）。另外，11 月交通和通信价格有一定的下降（同比下降 3.9%，下降幅度与 10 月持平），但其中可能是由于交通中燃料价格快速下降带来的（11 月汽油和柴油价格分别下降 17.9% 和 19.6%）。整体而言，需求端的表现虽不强，但实际可能并不太差。另外，但如果考虑到核心 CPI 对消费会有一定的滞后性，而消费同比近 2 个月开始明显回暖，因此综合判断下来核心 CPI 后续走强的概率可能更大。

11 月食品价格同比增速下降明显，比 10 月下降 4.2 个百分点；非食品价格同比则下降 0.1%。消费品和服务价格同比增速均有所回落。消费品价格 2020 年 11 月同比下降 1%，比上月下降 1.6 个百分点；服务价格同比增长 0.3%，增速比 10 月持平。

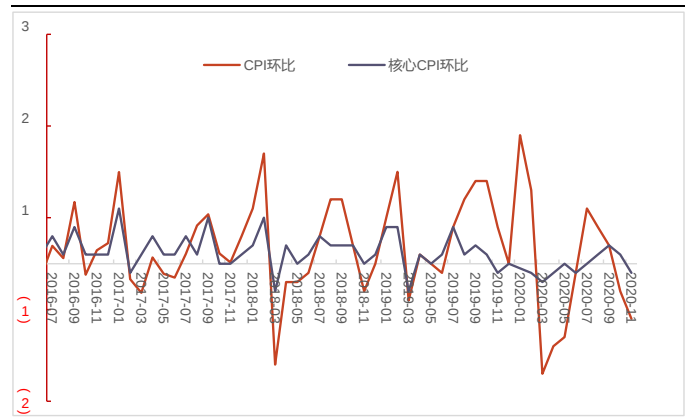
展望后续，随着供给方面的持续改善，12 月开始，猪肉和蔬菜价格已经有所反弹，随着元旦、春节的临近，后续继续下降的空间有限。整体来看，目前 CPI 已经下一台阶，后续高基数背景下，CPI 可能进一步下降并持续到明年 1 月，但目前来看下降的速度将变慢；另一方面，核心 CPI 增速已经企稳，后续则有望随着消费的进一步恢复而抬升，考虑到核心 CPI 统计覆盖的范围占整个 CPI 覆盖范围的 60% 左右，因此对 CPI 进一步下降同样有一定的制约。后续对消费品物价的跟踪，我们建议更应放在对核心 CPI 的关注上。

图 1：11 月 CPI 由正转负，核心 CPI 延续稳定态势



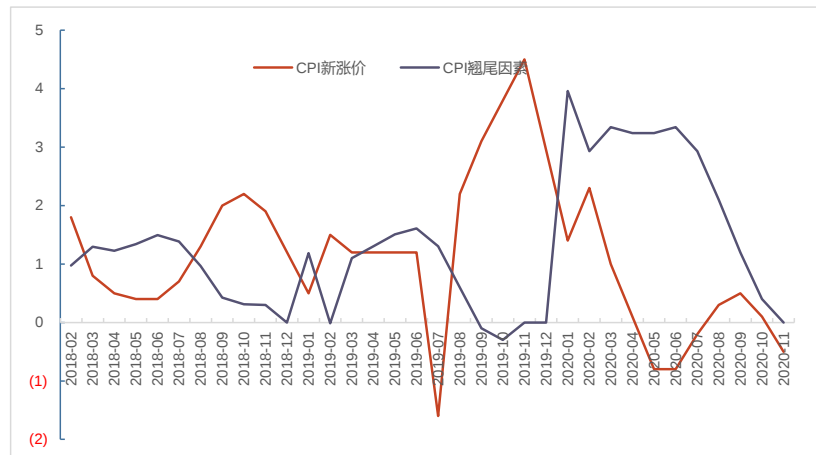
资料来源：wind，光大证券研究所 纵轴：%

图 2：11 月 CPI 和核心 CPI 环比均现一定幅度下降



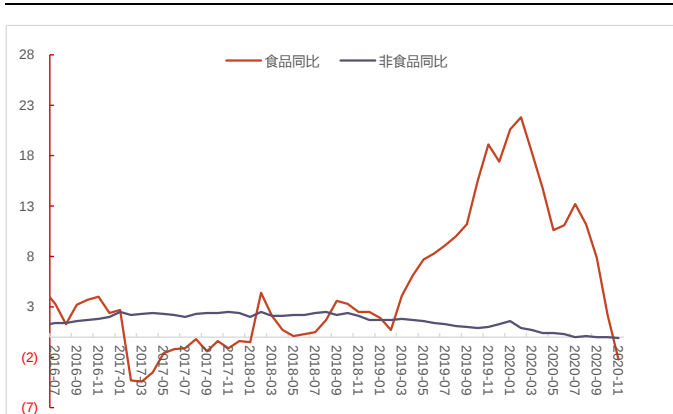
资料来源：wind，光大证券研究所 纵轴：%

图 3：11 月 CPI 同比增速中翘尾因素已经降至 0



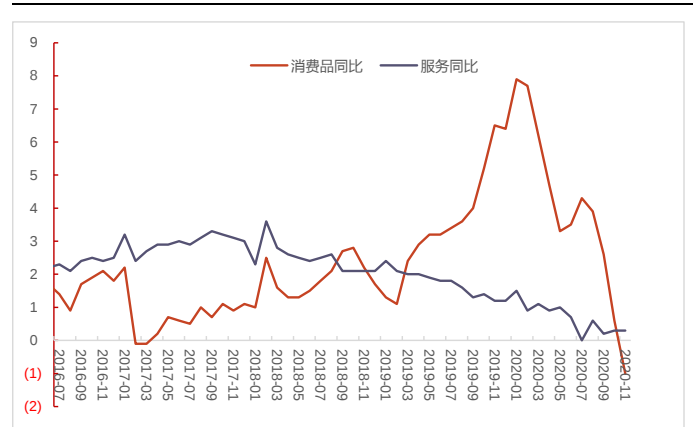
资料来源：wind，光大证券研究所 纵轴：%

图 4：11 月食品价格同比增速亦由正转负



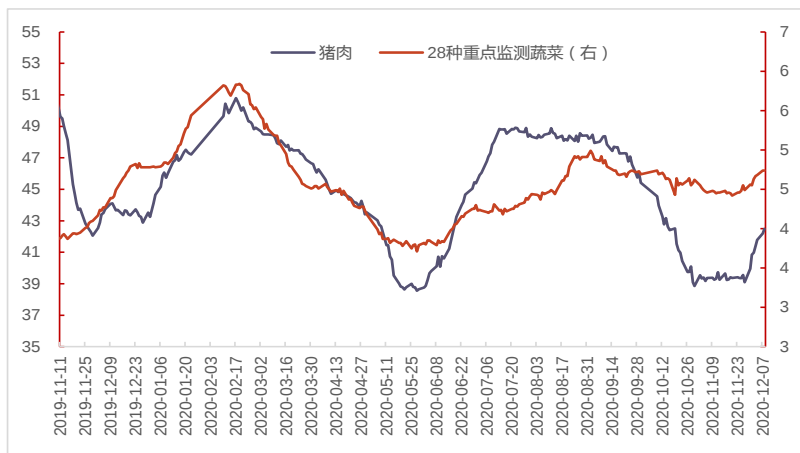
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图 5：11 月消费品价格同比增速回落，服务价格稍有下降



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图6：12月开始猪肉和蔬菜价格有所回升



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：元/公斤

注：数据截至2020年12月8日

## PPI 重新进入修复通道，关注后续修复的高点及对应时点

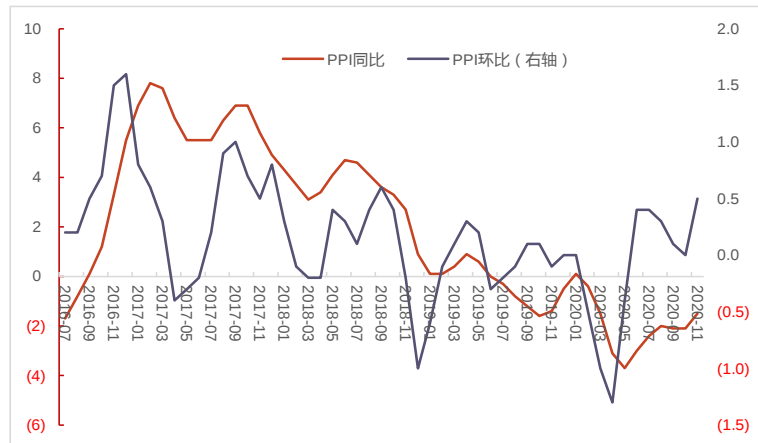
2020年11月PPI同比下降1.5%，连续10个月处于负值区间，降幅与10月相比收窄0.6个百分点；环比增长0.5个百分点。从今年PPI走势来看，基本可以确认5月的-3.7%是这一轮周期的底部，此后6-8月，PPI开启持续修复进程。9-10两个月，受国际原油价格变动等因素影响，PPI同比降幅没有如期收窄（9月甚至稍有扩大）。11月，原油价格影响逐步消去（石油、煤炭及其他燃料加工业价格10、11月分别为下降18.5%和上涨1.7%），PPI重新进入修复通道。

分项来看，本月生产资料价格改善而生活资料价格回落的走势继续延续。同比来看，11月生产资料价格同比下降1.8%，10月为下降2.7%；生活资料价格下降0.8%，10月为下降0.5%。生产资料中采掘、原材料、加工三项本月均呈改善态势，11月采掘、原材料、加工三项的同比增速分别下降3.6%、4.2%和0.8%（10月分别为下降5.1%、6%和1.2%）。

回溯PPI走势的变化，去年四季度，PPI环比窄幅波动，10月后同比增速逐步回升，显示有触底回升迹象。疫情的出现则将PPI重新推入下降通道。疫情出现以来，PPI经历了大致以下几个阶段的发展：2-4月为加速下降（同比分别为-0.5%、-1.5%和-3.1%，分别比上月变动-0.5、-1.0、-1.6个百分点）；5月则进入到减速下降模式（同比为-3.7%，比上月变动-0.6个百分点）；6月PPI开始触底反弹（6-8月同比分别为-3%、-2.4%、-2%）。9-10月，受国际油价影响，PPI暂停修复进程，而11月则重新进入到修复通道中。后续，随着经济继续复苏，且全球需求整体也有一定提升，工业产品需求持续改善将延续，PPI将继续处于向上的修复通道中。

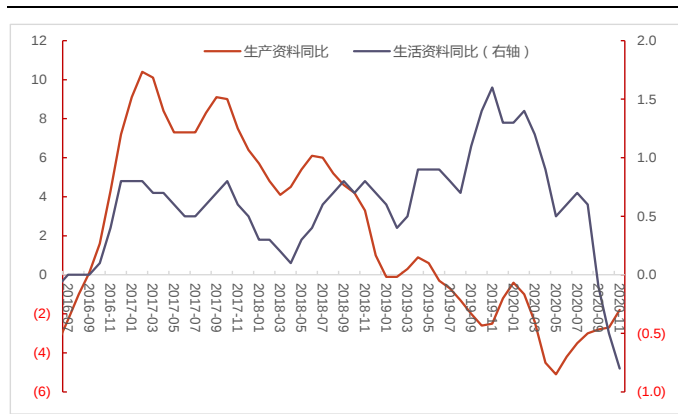
**目前需要关心的是，明年PPI能够修复的高度以及对应的时点。**我们在7月14日《PPI自上而下分析框架的构建与下半年展望——通胀再研究系列之二》中即指出，伴随经济结构的改变，经济内生动力已从以往依赖投资转为消费，因此后续投资的波动将缓和，这也将制约PPI波动的范围。次轮PPI向上周期，底部是5月-3.7%，按照前几轮PPI上行周期平均持续时间18个月，上行幅度10.5个百分点来看，明年PPI的高点可能在5-6%（上行9个百分点左右），高点对应的时间将是明年下半年，尤其3季度的可能性较大。

图 7：11 月 PPI 同比收窄 0.6 个百分点，环比增长 0.5%



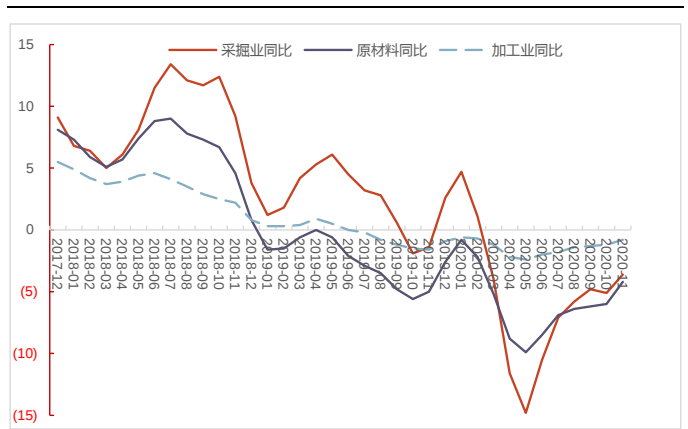
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图 8：11 月生产、生活资料价格同比表现延续分化走势



资料来源：wind，光大证券研究所 纵轴：%

图 9：11 月生产资料中各分项均出现一定程度改善



资料来源：wind，光大证券研究所 纵轴：%

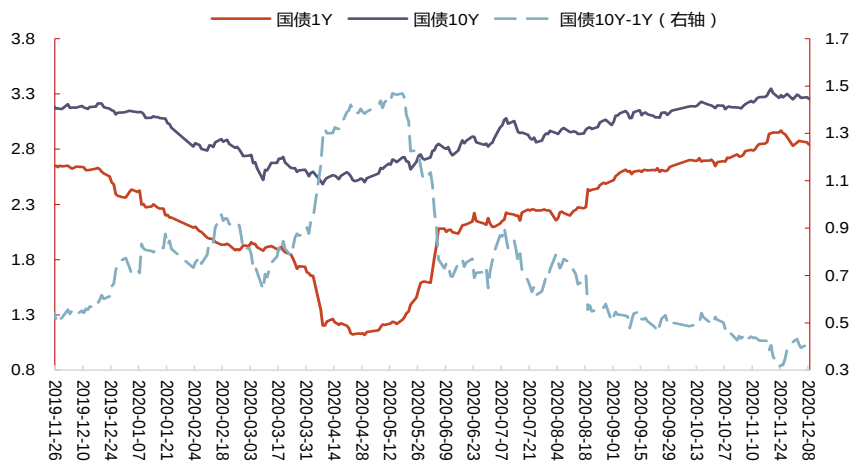
### 3、债市观点

近期，在流动性相对宽裕、信用风险缓释背景下，10Y 国债收益率稍有下降，但仍处于较高点位（12 月 8 日为 3.26%，考虑到疫情出现以来公开市场操作利率已经下调 30bp，目前 10Y 国债收益率已经超过去年最高水平），而近一个月来国债 10 年期与 1 年期利差平均水平降至 40bp 左右，处于较低水平（11 月平均值为 40bp，此前利差处于这一水平为 2018 年 9 月）。

我们认为，当前 10Y 国债收益率的估值处于中性略偏高的位置。基本面方面，从三季度经济数据来看，后续基本面要想恢复到疫情发生前仍需要一定时间，但经济结构向消费倾斜，而较高的宏观杠杆率也将制约后续经济复苏高度，从而相应制约收益率的高度。流动性方面，融资稳则利率稳，贷款等实体融资数据的稳定增长带来资金利率的稳定。近段时间市场感到“不缺短钱而缺长钱”，这也是货币政策传导中的正常现象。政策的传导通常是从曲线的短端向中长端传导，其表现为 DR007 利率先变动，CD 利率以及两者利差滞后变动。目前 DR007 相对稳定，并且正在向 1Y、10Y 等中长期传导。存单利率也开始出现冲高回落迹象，后续小幅下行也是可行的。三季度货币政策执行报告中，央行提出“根据宏观形势和市场需要，科学把握

货币政策操作的力度、节奏和重点，既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞‘大水漫灌’，不让市场的钱溢出来”，表述相对中性。后续，随着基本面走出单边向上发展轨道且银行负债端的逐步稳定，长端利率亦会趋稳甚至出现阶段性机会。

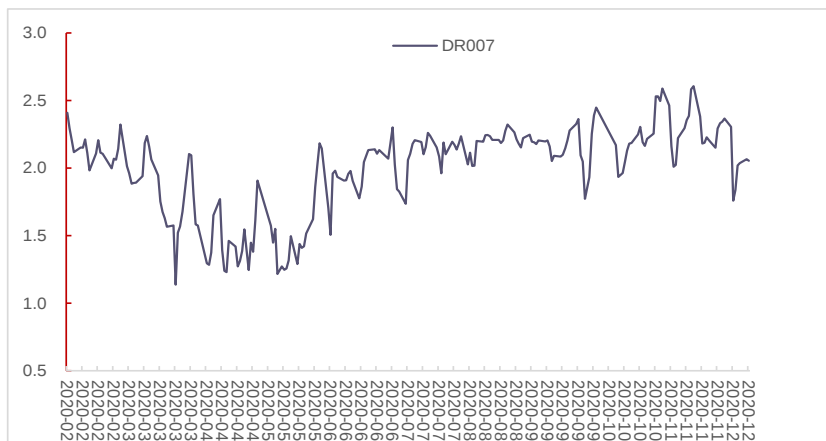
图 10：目前 10Y 国债收益率处于较高点位，期限利差则处于较低位置



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

注：数据截至 2020 年 12 月 8 日

图 11：7 月以来 DR007 整体相对稳定，波动降低



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_1003](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1003)

